



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

Análisis económico-financiero del  
Real Zaragoza S.A.D

Autora

Paola Pilar Arnedo Lasheras

Directora

Marta Blanco Vázquez de Prada

Facultad de Economía y Empresa

## RESUMEN

Este trabajo tiene como objeto realizar un análisis de la situación económico-financiera de la empresa Real Zaragoza S.A.D durante el periodo 2009-2013 y su posterior comparativa con otros clubes de fútbol.

Para ello se ha realizado un análisis patrimonial, de liquidez y solvencia y, de rentabilidad, con el que se ha posicionado a la empresa en el sector, desvelando con éste, la situación conflictiva en la que se ha encontrado el club a lo largo de los cinco años de estudio. Además, se muestra un análisis comparativo en el cual se ha realizado la media de los indicadores económico-financieros de 14 empresas del sector para poder realizar una conclusión acerca de qué medidas debería tomar dicho club para realizar actuaciones futuras que mejoren su gestión.

Palabras clave: Análisis financiero, ratios, S.A.D.

## ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyse the financial situation of the Real Zaragoza S.A.D. during the period 2009-2013 and its comparison with other similar clubs.

To this effect, the analysis of: equity, liquidity and solvency and profitability, with which we could position the company within the sector. This work reveals the conflict situation in which the club found over the five years covered by the study

Finally, in the last point of the benchmarking work fourteen companies, which allows conclusions about the measures to be taken by the club to improve management in future shows.

Key words: Financial analysis, ratios, Sports public limited society.

## ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN .....	5
2.	METODOLOGÍA.....	8
3.	COYUNTURA DE LA EMPRESA REAL ZARAGOZA S.A.D.....	9
3.1.	SURGIMIENTO DE LAS S.A.D .....	9
3.2.	HISTORIA DE LA ENTIDAD .....	9
3.3.	LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA ENTIDAD. ....	10
4.	ANÁLISIS DEL ENTORNO .....	11
4.1.	ANÁLISIS PEST.....	11
4.2.	ANÁLISIS DAFO .....	12
5.	ANÁLISIS PATRIMONIAL Y DEL RESULTADO .....	14
5.1.	ANÁLISIS PATRIMONIAL .....	14
5.1.1.	Estructura y evolución del Activo.....	14
5.1.2.	Estructura y evolución del Patrimonio Neto y del Pasivo .....	16
5.2.	ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS .....	18
5.2.1.	Análisis del resultado.....	18
5.2.2.	Significatividad de las partidas sobre el total de la Cifra de negocios .....	20
5.2.3.	Análisis del EBITDA.....	21
6.	ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ.....	22
6.1.	RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO.....	22
6.2.	RATIOS DE LIQUIDEZ A LARGO PLAZO.....	24
6.3.	EQUILIBRIO ENTRE EL FONDO DE MANIOBRA Y LAS NOF .....	27
7.	ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD Y EL APALANCAMIENTO FINANCIERO.....	29
7.1.	RENTABILIDAD ECONÓMICA .....	29
7.2.	RENTABILIDAD FINANCIERA .....	30
7.3.	APALANCAMIENTO FINANCIERO .....	31
8.	ANÁLISIS COMPARATIVO CON LAS EMPRESAS DEL SECTOR DEL FÚTBOL .....	31
8.1.	ANÁLISIS COMPARATIVO PATRIMONIAL Y DE CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS ...	32
8.2.	ANÁLISIS COMPARATIVO DE RATIOS .....	33
9.	APLICACIÓN DEL MODELO DE ALTMAN: Z-SCORE.....	37
10.	CONCLUSIONES.....	40
11.	BIBLIOGRAFÍA.....	41
12.	ANEXOS .....	44
	ANEXO 1. BALANCE.....	44
	ANEXO 2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS .....	45

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.- Ingresos de explotación clubes españoles.....	7
Gráfico 2.- Porcentaje masas patrimoniales del Activo (No Corriente y Corriente)..	14
Gráfico 3.- Porcentaje masas patrimoniales del Activo Corriente (Disponible, Realizable y Existencia.....	15
Gráfico 4.- Estructura financiera del Pasivo y Patrimonio Neto.....	16
Gráfico 5.- Patrimonio Neto.....	17
Gráfico 6.- Porcentaje masas patrimoniales del Pasivo (No Corriente y Corriente)..	18
Gráfico 7.- Evolución del resultado de explotación, resultado financiero y resultado del ejercicio.....	19
Gráfico 8.- Significatividad de las partidas con respecto a la cifra de negocios.....	20
Gráfico 9.- Evolución del EBITDA y del EBIT desde 2009 a 2013.....	22
Gráfico 10.- Evolución de los ratios de liquidez general, liquidez inmediata y tesorería.....	23
Gráfico 11.- Evolución de los ratios de solvencia y autofinanciación .....	25
Gráfico 12.- Evolución del ratio de endeudamiento.....	26
Gráfico 13.- Evolución del ratio de cobertura.....	27
Gráfico 14.- Activo circulante y Pasivo circulante.....	28
Gráfico 15.- Fondo de maniobra.....	28
Gráfico 16.- Empresa ficticia creada con los datos de la media del sector.....	32
Gráfico 17.- Liquidez análisis comparativo.....	34
Gráfico 18.- Endeudamiento análisis.....	35
Gráfico 19.- Rentabilidades análisis comparativo.....	36

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.- Evolución del EBITDA y del EBIT desde 2009 hasta 2013 .....	21
Tabla 2.- Evolución de los ratios de liquidez a corto plazo.....	23
Tabla 3.- Evolución de los ratios de solvencia y autofinanciación desde 2009 hasta 2013.....	25
Tabla 4.- Evolución del ratio de endeudamiento.....	26
Tabla 5.- Evolución del ratio de cobertura.....	27
Tabla 6.- Evolución de la rentabilidad económica.....	29
Tabla 7.- Evolución de la rentabilidad financiera.....	30
Tabla 8.- Apalancamiento financiero.....	31
Tabla 9.- Liquidez análisis comparativo.....	33
Tabla 10.- Endeudamiento empresa ficticia respecto al Real Zaragoza SAD.....	34
Tabla 11.- Rentabilidad análisis comparativo.....	35
Tabla 12.- Modelo de Altman aplicado al Real Zaragoza 2013.....	38

## 1. INTRODUCCIÓN

El interés académico por los aspectos económicos de los deportes profesionales se inicia a mediados de los años 50. Entre los primeros trabajos, encontramos el estudio de Rottenberg (1956), siendo éste una referencia al estudiar el deporte profesional (Barajas, 2004).

Desde esa década se ha ido configurando lo que algunos autores como Noll y Zimbalist (1997) o Szymanski (2001) han calificado como “la industria del deporte”, lo que significa que hoy en día, el deporte tiene ciertas características que permiten ubicarlo dentro del ámbito de la economía y los negocios (Foster, Greyser et al., 2005).

El fútbol profesional español ha tenido y tiene una importancia social destacada. En España existen más de 10.000 clubes federados (Real Federación Española de Fútbol) y más de la mitad de la población mayor de edad (54,3%) tiene interés por el fútbol (Centro de Investigaciones Sociológicas, 2007) y su gran atractivo se refleja en las audiencias televisivas.

Además, en los últimos años, sus cifras económicas se han disparado. Sólo el salario anual de algunos jugadores –ciertamente, los mejores pagados- supera la cifra de facturación anual de la mayoría de las PYMES españolas (Barajas, 2004)

Durante el año 2003, el fútbol, generó un efecto sobre la producción de cuatro mil millones de euros, lo que suponía casi un 0,9% del PIB general y un 1,2% del Sector Servicios (Anduli, 2006). Hoy en día ya ha crecido hasta el 1,7%.

En el ámbito jurídico se han realizado algunas reformas en las últimas décadas. La conocida como Ley 10/1990 del Deporte, es el principal punto de referencia legal para el estudio de los clubes de fútbol españoles. Esta ley, como mencionaremos más adelante, creó la figura de las Sociedades Anónimas Deportivas.

Motivados por la tradición cultural que supone el fútbol en nuestro país y, sabiendo que esta industria mueve grandes cantidades de dinero, el objeto de este trabajo es analizar desde el punto de vista económico y financiero la situación del Real Zaragoza S.A.D (en adelante “Real Zaragoza”), que es el club deportivo de fútbol de nuestra ciudad.

El Real Zaragoza ha experimentado importantes cambios en su estructura económica, patrimonial y financiera a lo largo de estos últimos años, entrando incluso, en concurso

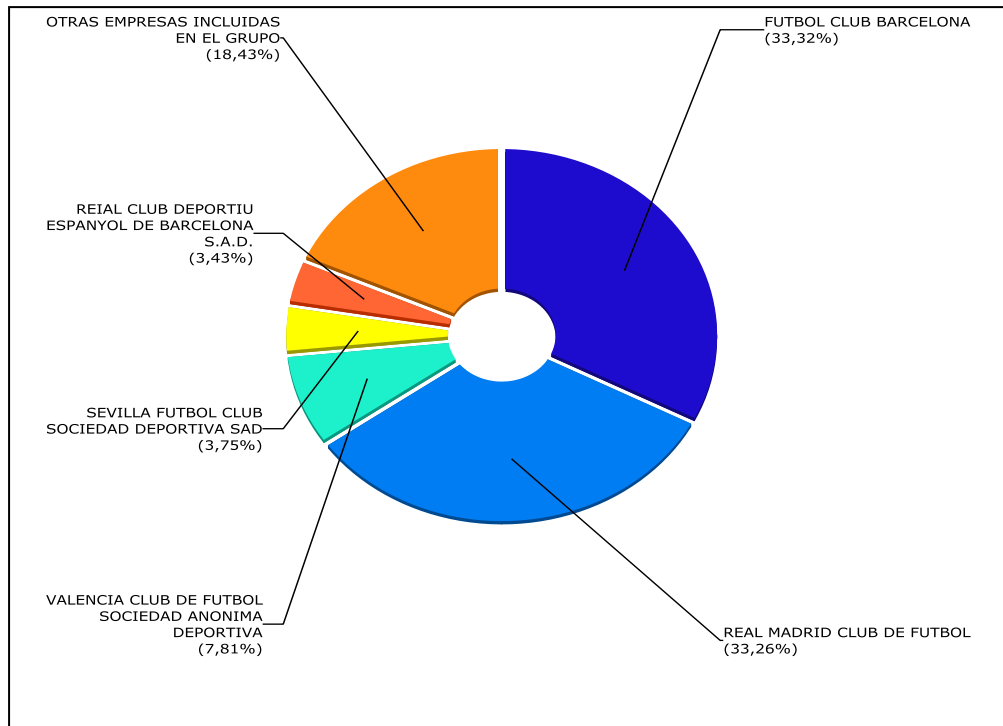
de acreedores en 2011, además de subidas y bajadas de la primera a la segunda división, lo que se ha visto reflejado en la situación económica del club mostrada en los estados financieros.

Para Azofra (1995) y Lev (1978) el análisis económico-financiero es un proceso en el cual se interpreta y se trata la información económica, contable, financiera y jurídica, relativa a una empresa, con el objetivo de emitir un diagnóstico sobre la evolución pasada, situación actual y posibilidades futuras de esta, permitiendo llevar a cabo de manera eficiente la toma de decisiones.

Para llevar a cabo un análisis financiero existen diferentes metodologías, nosotros hemos seleccionado la técnica del análisis de ratios para desarrollar nuestro trabajo. No obstante, como Cuervo y Rivero (1986) plantean, cualquiera de las técnicas existentes nos conduciría a alcanzar los mismos objetivos siempre que no perdamos de vista que lo que estamos analizando es la “gestión” y el “resultado” de una empresa cuya actividad es continua.

Tal y como nos ilustra Maroto (1989) cualquier análisis debe articularse en tres grandes bloques de variables referidas al análisis patrimonial, a los flujos de renta y a los flujos financieros por lo que hemos decidido estructurar nuestro trabajo de la siguiente manera:

- En el siguiente punto (punto 2) se explica la metodología utilizada para la realización del estudio.
- En el punto 3 contextualizamos nuestra empresa en el entorno, mencionando el surgimiento de las S.A.D, así como realizando un breve relato acerca de la historia de la entidad y de la responsabilidad social de nuestra empresa.
- En el punto 4 realizamos un estudio detallado del sector que nos ha permitido posicionar nuestra empresa dentro de éste.
- En el punto 5 analizamos la situación patrimonial de la empresa realizando un estudio segregado de su balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- El punto 6 corresponde al análisis de liquidez solvencia y endeudamiento que nos permitirá ver la situación financiera en la que se encuentra nuestra empresa.
- En el punto 7 estudiamos la rentabilidad tanto económica como financiera y hacemos un breve análisis sobre el apalancamiento financiero.
- En el punto 8 se realiza el análisis comparativo del Real Zaragoza con 14 empresas del sector.

**Gráfico 1.-Ingresos de explotación 14 empresas del sector (100%= 1.448.396 mil Euros)**

**Fuente: Base de datos SABI**

- Por último, en el punto 9 hemos querido analizar un modelo diferente al utilizado en el resto del trabajo, el modelo Z-Score de Altman. Este modelo estadístico de análisis multivariante nos permite predecir la posible quiebra de una empresa en el futuro próximo.

## 2. METODOLOGÍA

1. Análisis del sector: Para realizar un estudio del sector que nos permita entender mejor la industria del fútbol en la sociedad española hemos realizado:

- Análisis PEST: Para realizar este apartado hemos hecho un análisis de los factores político-legales, económicos, socioculturales y tecnológicos.
- Análisis DAFO: Analizamos las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades del club dentro del sector.

2. Análisis patrimonial: En este apartado obtuvimos las cuentas anuales para realizar el estudio. Pese a que los informes de auditoría nos mostraron alguna salvedad, estas no afectaban a nuestro estudio.

Analizamos todas las masas patrimoniales del balance y posteriormente realizamos un estudio sobre la cuenta de pérdidas y ganancias. Las cuentas han sido tomadas con respecto a las temporadas.

El periodo escogido para realizar el estudio es el 2009-2013. En un primer momento quisimos seleccionar un periodo más amplio que abarcara desde 1990 con motivo de los cambios que supuso el surgimiento de las S.A.D, no obstante debido a la transformación en 2009 del PGC, nos resultaba complicado realizar la homogeneización de las cuentas, además de que, al ser una empresa no cotizada en bolsa surgieron problemas a la hora de encontrar las cuentas anuales de todos los años.

3. Análisis de liquidez, la solvencia y la rentabilidad: Hemos utilizado la técnica de tradicional de ratios para estudiar la estructura financiera de nuestra empresa.

4. Análisis comparativo:

- Hemos descartado la información sectorial que proporciona el Banco de España, ya que el sector al que pertenece nuestra empresa no estaba propiamente determinado, sino que esta englobado en el apartado 92 Actividades recreativas, culturales y deportivas que agrupa a muy diversas empresas.
- Hemos realizado una base de datos propia utilizando las herramientas que nos proporcionaba SABI, además de realizar una muestra aleatoria de clubes españoles de fútbol. Las 14 empresas seleccionadas para generar la media del sector son: Real Madrid club de fútbol, fútbol club Barcelona, Valencia club de fútbol SAD, Sevilla fútbol club SAD, Real Sociedad de fútbol SAD, Levante unión deportiva SAD, Getafe club fútbol SAD, Real club deportivo de fútbol de



La Coruña SAD, Real club Celta de Vigo SAD, Granda club de fútbol SAD, Villareal club de fútbol SAD, Elche club de fútbol SAD, Málaga club de fútbol SAD Y Real club deportivo Mallorca SAD.

5. Para finalizar el trabajo y completar el análisis tradicional con las nuevas técnicas aplicadas al análisis predictivo hemos elegido desarrollar el modelo estadístico multivariante Z-Score de Altman de predicción de quiebras ya que nos ha parecido interesante debido a la situación crítica en la que se encuentra nuestra empresa.

### **3. COYUNTURA DE LA EMPRESA REAL ZARAGOZA S.A.D.**

#### **3.1 SURGIMIENTO DE LAS S.A.D**

La Ley 10/1990 del Deporte y, su posterior modificación en virtud de la Ley 50/1998 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social de la figura de sociedad anónima deportiva (SAD), pretendía que los clubes de fútbol españoles tuvieran responsabilidad jurídica y económica. Además el objetivo principal de esta ley era la futura cotización de las acciones de dichos clubes en el mercado bursátil, de ahí la conversión a sociedades anónimas.

Simultáneamente, se pretendía establecer también un sistema de control administrativo sobre la contabilidad de estas sociedades, que fomentara la transparencia y la pureza de la competición y, de esta manera se protegieran los intereses de los potenciales inversores (Consejo superior de deportes).

No obstante, los grandes clubes de nuestro país como el Real Madrid club de fútbol o el fútbol club Barcelona quedaron exentos de la conversión a este nuevo tipo de sociedad ya que sus cuentas estaban más saneadas y por consiguiente, presentaban menos deudas. En la actualidad, estos dos grandes clubes siguen marcando grandes diferencias con respecto al resto, tanto de primera como de segunda división, por lo que se puede deducir que, el cambio de forma jurídica de la mayoría de los clubes no ha supuesto una mejora en la situación financiera de estos.

#### **3.2 HISTORIA DE LA ENTIDAD**

Los orígenes del Real Zaragoza se remontan a 1932 con la fusión de los dos equipos que existían en la ciudad por aquel entonces. Esta fue la primera generación de grandes jugadores de este equipo, pero esta imagen se vio dañada por la Guerra Civil.

Posteriormente en la década de los 40 y los 50, el club sufre altibajos ocasionados por los continuos ascensos y descensos del club.

Poco a poco el fútbol comenzaba a ganar cuota de mercado y, a diferencia del fútbol actual en el cual la mayoría de las ganancias provienen de los derechos de televisión, antiguamente la mayor parte de los ingresos de los clubes de fútbol venían de las taquillas, por lo que se decide construir un campo acorde con la competitividad de la Primera División, “La Romareda”, que abre sus puertas en 1957.

El antiguo campo de Torrero se vende y esto supone una inyección de ingresos para el club, que se invierte en la construcción del nuevo campo, y la selección de nuevos fichajes que conducirían al Real Zaragoza a su época dorada.

No obstante en la década de los 80, el equipo se ve envuelto en una trayectoria irregular. La entrada en vigor de la Ley del Deporte en 1990 hizo que el Real Zaragoza tuviera que afrontar la conversión a sociedad anónima deportiva. El empresario aragonés Alfonso Solans compro las acciones para garantizar la supervivencia del club.

Desde entonces el Real Zaragoza ha sufrido numerosos cambios de categoría e innumerables problemas financieros hasta hoy.

### **3.3 LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA ENTIDAD.**

#### **3.3.1 Fundación Real Zaragoza**

La práctica de experiencias relacionadas con la responsabilidad social corporativa, se ha convertido en una necesidad. Solo con la implantación de este tipo de políticas, las empresas se aseguran el liderazgo, además del compromiso con su ecosistema.

El 21 de febrero este club aprobó la creación de la Fundación Real Zaragoza, un proyecto social que, destacando los valores positivos que debe transmitir el fútbol, no se centra únicamente en lo meramente deportivo sino que también persigue objetivos éticos, sociales y educativos.

Esta organización sin ánimo de lucro pretende:

- Fomentar el fútbol en la sociedad, en todas las edades y en grupos de exclusión social o marginación
- Promocionar el deporte como instrumento educativo
- Estudio e investigación relacionada con el deporte así como el desarrollo de los aspectos culturales relacionados con este.

- Mejora y fortalecimiento de la sociedad aragonesa a través de actuaciones deportivas, culturales y sociales.

Además, realiza campañas a favor de la solidaridad y la integración de colectivos con dificultades, defiende los valores éticos, lucha contra la violencia y el racismo, ayuda al tercer mundo y realiza visitas de los jugadores de la primera plantilla a plantas infantiles de hospitales.

También tiene convenios con la Facultad de Ciencias Sociales y del Trabajo de la Universidad de Zaragoza, con quien realiza actividades y congresos que fomenten el deporte y tiene firmados algunos proyectos con la Universidad Autónoma de Madrid para colaborar en la formación de los estudiantes del Master en Psicología de la actividad física y el deporte.

### **3 ANÁLISIS DEL ENTORNO**

#### **3.3 ANÁLISIS PEST**

Para Chapman (2004), el análisis PEST es una herramienta muy útil puesto que nos permite comprender el crecimiento o el declive de un mercado y, así, poder observar la posición, el potencial y la dirección de un negocio.

Esta herramienta está compuesta por los factores político-legales, económicos, socio-culturales y tecnológicos que nos van a permitir evaluar el mercado en el que encuentra una empresa.

- ***Factores político-legales***

Dentro de este marco podemos encontrar diversa normativa que va afectar de manera directa a nuestro club de fútbol. En primer lugar, es de vital importancia mencionar que la política fiscal será uno de los temas más relevantes puesto que, es de total actualidad los incumplimientos realizados por diversos clubes españoles de fútbol en esta materia. En España los aspectos jurídicos del fútbol han sido, en general, más estudiados que los económicos, no obstante la Liga Nacional de Fútbol Profesional publicó una importante obra encaminada a entender las claves del negocio del fútbol actual (LNFP, 2000) sí bien se centra más en los aspectos globales del negocio y las repercusiones macroeconómicas de la actividad del sector (Barajas, 2004). Por otro lado, la aprobación de la transformación de los clubes en Sociedades anónimas deportivas marca un antes y un después para estas sociedades. La ley del Deporte surge con el propósito de

poder sacar a Bolsa las acciones de los clubes de fútbol. Sin embargo, en la actualidad, ningún equipo español cotiza en bolsa debido a la dificultad de conocer de un modo aproximado la valoración de un club de fútbol, puesto que es necesario saber su valor, para saber cuál debería ser su precio.

- ***Factores económicos***

En este apartado cabe destacar la aparición de la crisis financiera que nos ocupa desde 2008 y que ha afectado a nuestra sociedad de manera drástica, llegando incluso a la entrada en 2011 en concurso de acreedores. No obstante, no podemos afirmar con seguridad, que la situación en la que se encuentra el club haya sido causada por la crisis únicamente sino que han influido muchos otros factores.

- ***Factores socio-culturales***

Destacamos este factor por encima de los demás puesto que en España la industria del fútbol se ha convertido en un negocio, capaz de obtener grandes beneficios, gracias la mediatización que ha ido incrementándose a lo largo de los años debido a los derechos de retransmisión y la gran influencia que tiene este deporte en nuestro país.

- ***Factores tecnológicos***

No podemos realizar grandes menciones respecto a este factor puesto que nuestra sociedad no realiza demasiadas inversiones en desarrollo, investigación y tecnología. Además, al no tratarse de un equipo excesivamente relevante en la sociedad española, tampoco posee un “merchandising” alentador que le incite a promover dicho factor.

### **3.4 ANÁLISIS DAFO**

El análisis DAFO (ó FODA) es un diagnóstico de la situación actual y de su posible evolución futura para la organización y su entorno, en función de la información disponible (Ontiveros, 2013). Se divide en cuatro partes: debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades.

*“DAFO es un análisis que se realiza de forma interna pero teniendo en cuenta factores tanto internos como externos”. (Santos, 2001)*

### **Ámbito interno**

#### ***Debilidades:***

- Entrada en concurso de acreedores en 2011, gran endeudamiento del club y financiación por parte de la Administración pública ante insostenibilidad financiera.
- Conflictos en la dirección
- Límites salariales y contratación de nuevos fichajes debido a la categoría en la que se encuentra el club

#### ***Fortalezas:***

- Confianza de la afición en el club
- Buena localización del campo con fácil acceso
- El fútbol como primer deporte en España

### **Ámbito externo**

#### ***Amenazas:***

- Crisis financiera y económica a nivel nacional e internacional desde el año 2008
- Valoraciones más positivas de otros clubes de la misma categoría

#### ***Oportunidades:***

- Responsabilidad social del club: Creación de la “Fundación Real Zaragoza” galardonada en numerosas ocasiones
- Puesta en marcha del proyecto “Acércate al Zaragoza” en el que se permite a escolares viajar hasta el estadio del club y conocer a los jugadores de la primera plantilla.
- Convenio de asociación con el proyecto “Polish soccer skills” de tecnificación de los entrenamientos y detección de jóvenes talentos.

## 4 ANÁLISIS PATRIMONIAL Y DEL RESULTADO

### 4.3 ANÁLISIS PATRIMONIAL

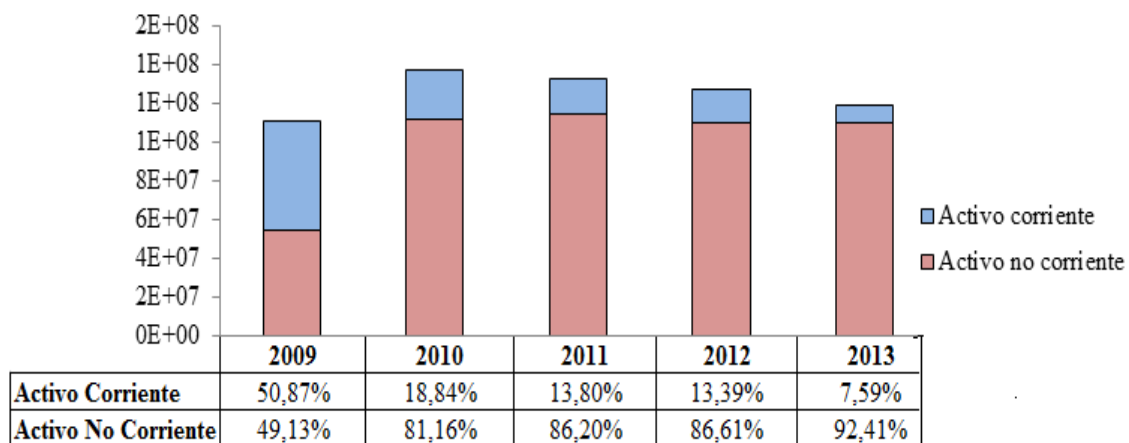
El balance de situación es la expresión estática del patrimonio, en donde aparecen representados todos los elementos que lo constituyen (González, 2011).

A continuación vamos a estudiar la estructura patrimonial del Real Zaragoza a través de su balance y vamos a analizar la evolución que ha seguido desde el año 2009 hasta el año 2013.

#### 4.3.1 Estructura y evolución del Activo

El gráfico 2 muestra como han variado, en puntos porcentuales, tanto el activo no corriente como el activo corriente desde 2009 hasta 2013.

*Gráfico 2.- Porcentaje masas patrimoniales del Activo (No Corriente y Corriente)*



*Fuente: Elaboración propia*

#### *Activo No Corriente*

A grandes rasgos, se puede observar como el activo no corriente es la masa patrimonial que ocupa la mayor parte de la estructura de bienes de la empresa estudiada. Este activo no corriente experimenta un crecimiento de más de un 30% en 2010 originado por una concesión administrativa de en 46 millones de euros recibida en ese año; no existía ninguna concesión administrativa hasta ese momento.

No se recoge información acerca del porqué de la otorgación de esta concesión en ningún espacio público.

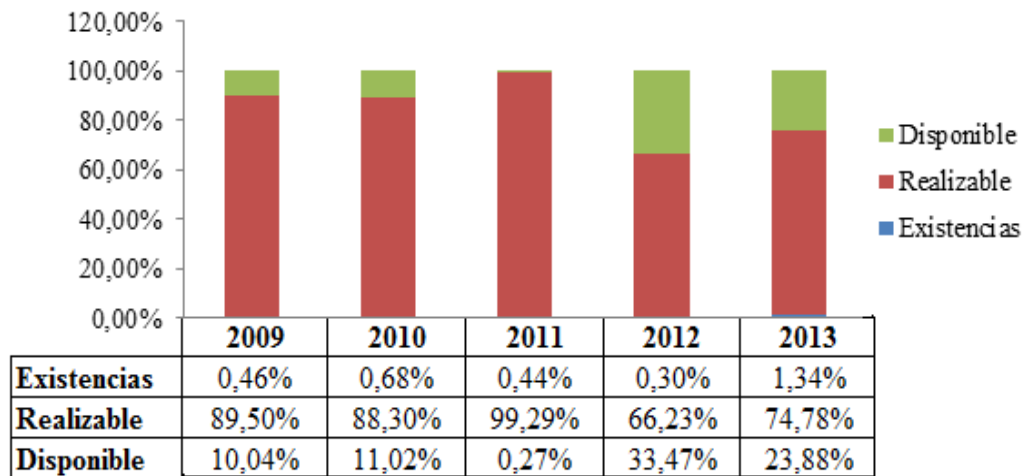
El resto de partidas permanecen sin variaciones o con variaciones insignificantes.

*Activo Corriente*

El activo corriente, mengua del primer al segundo año en un 30% y se mantiene en torno al 13% del activo total durante el resto de años.

Parece interesante analizar el activo corriente según las diferentes masas patrimoniales que lo componen: Existencias, Realizable y Disponible.

**Gráfico 3.- Porcentaje masas patrimoniales del Activo Corriente (Disponible, Realizable y Existencias)**



*Fuente: Elaboración propia*

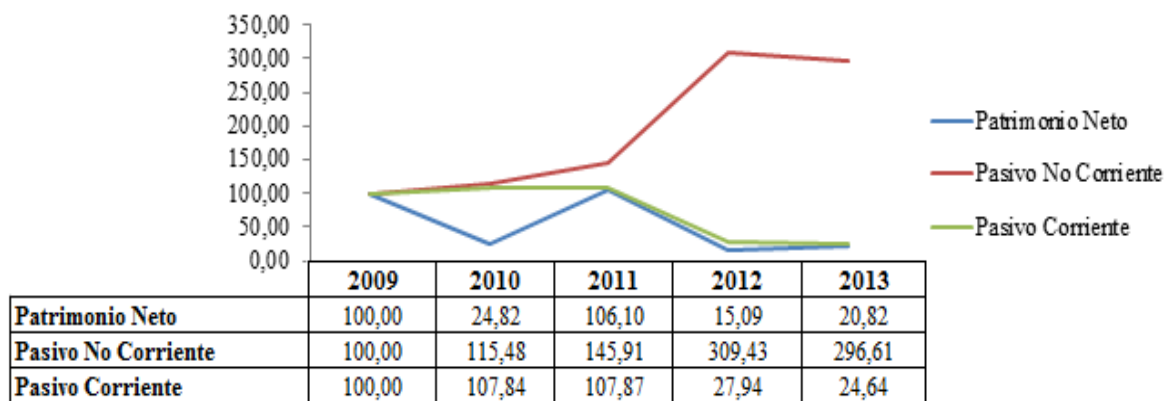
- Disponible: El efectivo de la sociedad sigue una evolución poco constante, obteniendo el pico más alto de tesorería en 2012 y el más bajo en 2011, más adelante se realiza el análisis de la liquidez donde mostraremos con más detalle la situación de la empresa.
- Realizable: El cambio producido en el 2010 que origina una gran variación en la estructura del activo para los años siguientes se produce en el realizable de la empresa. La partida “Deudores Varios” se ve reducida en 26 millones de euros aproximadamente. Si nos dirigimos a la memoria, nos muestra como préstamos pendientes de cobro se saldan por el importe mencionado con anterioridad, a lo largo de los demás periodos continúa reduciéndose aunque en menor medida.
- Existencias: Las existencias siguen una evolución creciente aunque son prácticamente inexistentes en nuestra empresa como es lógico puesto que nuestra empresa es una empresa del sector servicios.

#### 4.3.2 Estructura y evolución del Patrimonio Neto y del Pasivo

A continuación se realiza la explicación de cada partida de esta estructura financiera, en la que se observa los grandes cambios concurridos en el periodo 2009-2013.

En el siguiente gráfico (Gráfico 4) mostramos la evolución de la estructura financiera de Real Zaragoza S.A.D. Para su desarrollo hemos utilizado la metodología de los números índices.

*Gráfico 4.- Estructura financiera del Pasivo y Patrimonio Neto*



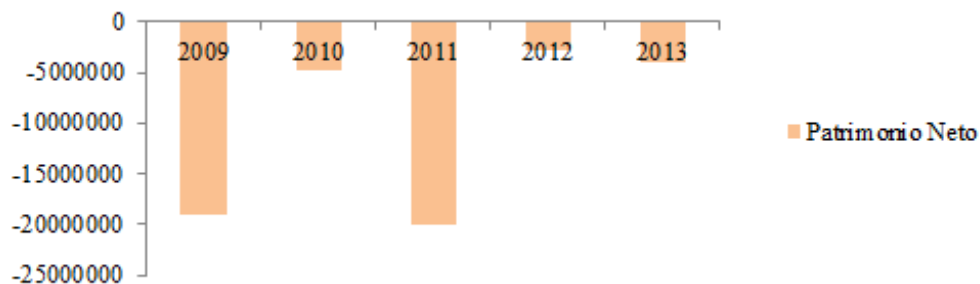
*Fuente: Elaboración propia*

##### *Patrimonio neto*

Analizando desde el 2009, nuestra empresa acarrea unos resultados negativos de ejercicios anteriores muy elevados que han sido mantenidos hasta el 2013.

Como podemos observar en el siguiente gráfico se han producido grandes variaciones en el Patrimonio Neto en los años materia de estudio. No obstante, en ningún caso, esta entidad ha logrado tener un Patrimonio Neto positivo.



**Gráfico 5.- Patrimonio Neto**

**Fuente: Elaboración propia**

Los altibajos producidos entre los diferentes años han sido debidos a:

- El aumento de reservas en el 2010
- La obtención de un resultado positivo en el 2012 fruto de la entrada en concurso de acreedores producida la temporada anterior en la cual se registraron los peores resultados de la historia del club.
- En el 2013, tras el repunte obtenido en el 2012 el Patrimonio Neto disminuye aproximadamente un millón de euros que, interpretamos que es debido al traspaso a resultados de las subvenciones de capital recibidas.

Cabe destacar que la empresa se encuentra en una situación grave debido a:

- Su patrimonio neto se sitúa por debajo de la mitad de la cifra de capital social.
- El patrimonio neto es negativo a lo largo de los cinco años materia de estudio.

Tal y como nos ilustra la ley de sociedades de capital, la empresa debería haber realizado una reducción de capital en 2011 y, posteriormente otra en 2013 puesto que la cifra de Patrimonio Neto sigue por debajo de la del capital social, no obstante la empresa no realiza ninguna de las dos operaciones.

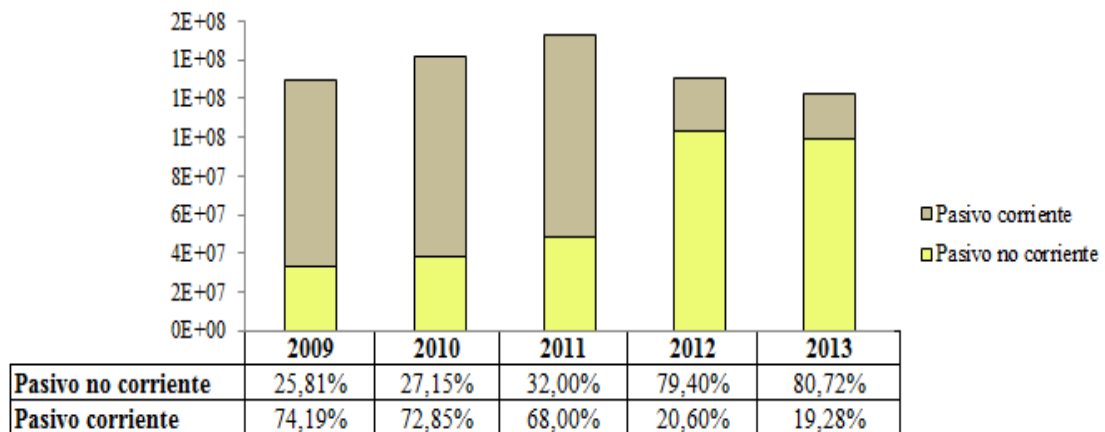
Acudimos al estado de cambios en el Patrimonio Neto en busca de una razón por la cual la empresa hubiere quedado exenta de realizar dichas reducciones y encontramos que, de acuerdo a la normativa mercantil, los préstamos participativos se consideran patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades. Sí se incluye dicha partida en el montante resultante del Patrimonio Neto a lo largo de los cinco años, dicha masa patrimonial aumenta y queda positiva sin necesidad de realizar la reducción de capital mencionada con anterioridad.

### *Pasivo*

En cuanto al Pasivo observamos como este club tiene demasiadas deudas tanto a largo como a corto plazo, que superan la cuantía del activo y por lo tanto provoca un patrimonio neto negativo.

Del 2011 al 2012 se produce un salto en el que el pasivo corriente se ve reducido y el pasivo no corriente aumenta aproximadamente 55 millones de euros consecuencia, en mayor medida, del paso de corto plazo a largo plazo de la partida “Deudas con entidades deportivas”.

**Gráfico 6.- Porcentaje masas patrimoniales del Pasivo (No Corriente y Corriente)**



*Fuente: Elaboración propia*

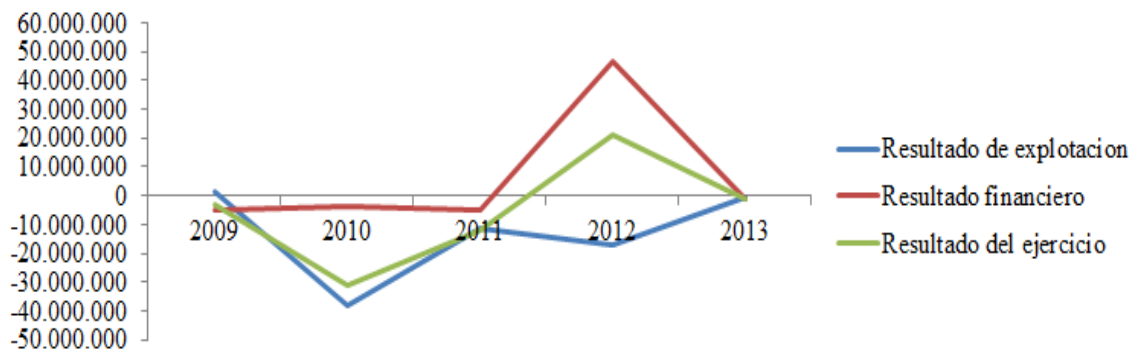
Posteriormente en el análisis de la liquidez (Ver apartado 6), analizaremos el fondo de maniobra que nos mostrará la capacidad que tiene la empresa de atender a sus obligaciones en circulante con sus activos corrientes

## **4.4 ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**

### **4.4.1 Análisis del resultado.**

En este gráfico, se muestra la evolución del resultado de explotación, el resultado financiero y el resultado del ejercicio que el Real Zaragoza S.A.D. ha ido obteniendo desde 2009 hasta 2013:

**Gráfico 7.- Evolución del resultado de explotación, resultado financiero y resultado del ejercicio**



*Fuente: Elaboración propia*

#### *Análisis del resultado en la temporada 2009-2010*

- Tras el descenso del club en la temporada 2008-2009 a Segunda División, en la posterior temporada el Real Zaragoza retorna a la Primera División con el consiguiente repunte de su cifra de negocios originado por los derechos de televisión, que en Segunda División son drásticamente inferiores a los que se reciben en Primera División.
- No obstante, el resultado se ve minorado en esta temporada por los gastos de personal, fruto básicamente de los acuerdos de rescisión de contratos asumidos con determinados componentes de la primera plantilla.
- Se realiza una dotación a provisiones por importe de 13.000.000 € procedentes de la indemnización que el Real Zaragoza tuvo que entregar al club ucraniano Shakhtar Donetsk.
- Otro importe señalado es el del traspaso de jugadores que se ve menguado con respecto a la temporada 2008-2009, en la que el Real Zaragoza recibió 27.000.000€ mientras que en la temporada que estamos analizando únicamente fue de 4.000.000 € este ingreso.

#### *Análisis del resultado en la temporada 2011-2012*

- Los resultados de Real Zaragoza S.A.D. durante la temporada 2011-2012 vienen marcados por el procedimiento de concurso de acreedores en el que se vio inmersa la Sociedad.
- Se redujeron los gastos de personal en 8.000.000 € continuando con la política de contención de costes del primer equipo que se inició en la temporada 2008-2009.

- Además en esta temporada la cifra de la partida de otros gastos de explotación aumentó debido a los gastos generados por el proceso de concurso de acreedores.
- La cifra de negocios disminuyó básicamente por dos motivos:
  1. La disminución del ingreso de los derechos de retransmisión como consecuencia de la falta de renovación del contrato con la televisión autonómica aragonesa
  2. La reducción del número de abonados.

A pesar de lo comentado en párrafos anteriores, el Convenio de Acreedores de 2012, supuso una quita básica del 60% de los créditos ordinarios reconocidos (Originando un incremento considerable de los ingresos financieros) que se compensará con un pago adicional de dichos créditos en función de los resultados obtenidos por la Sociedad.

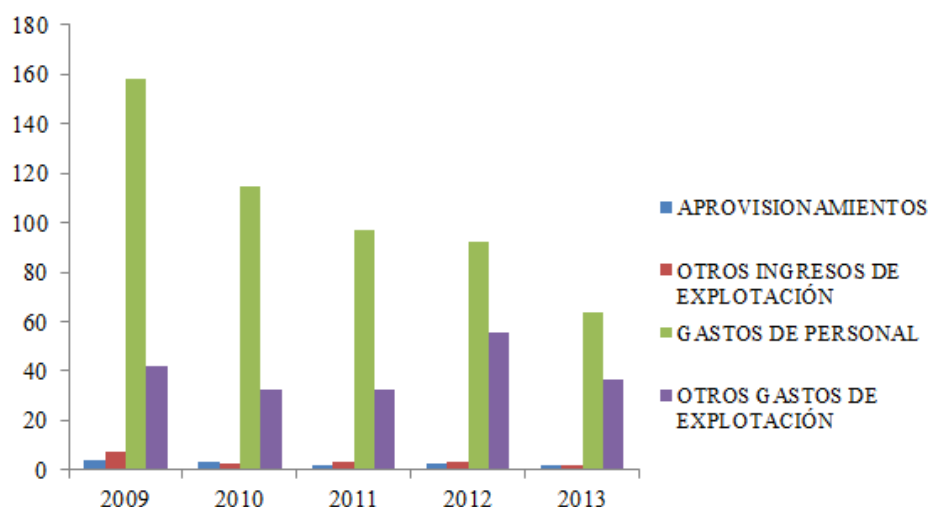
#### *Análisis del resultado en la temporada 2012-2013*

- Reducción notable del resultado debido a la disminución de los ingresos financieros.

#### **4.4.2 Significatividad de las partidas sobre el total de la cifra de negocios**

Para realizar este apartado hemos utilizado la metodología de los números índices y hemos obtenido el siguiente gráfico que muestra de manera muy visual cuales son las partidas más significativas respecto a la cifra de negocios.

**Gráfico 8.- Significatividad de las partidas con respecto a la cifra de negocios**



*Fuente: Elaboración propia*

En primer lugar, las partidas más significativas son:

- Gastos de personal: Parece lógico plantearse que esta sea la partida más significativa puesto que nuestra empresa esta englobada en el sector servicios y realmente el personal, compuesto en mayor medida por la plantilla de jugadores, sea la partida en la que más inversión se realiza.
- Le siguen otros gastos de explotación.

Por otro lado, la partida menos significativa:

- Aprovisionamientos: Puesto que es una empresa que no realiza compra de materias primas, ni posee existencias debido a la actividad que desempeña.

#### 4.4.3 Análisis del EBITDA

El EBITDA es considerado como una medida de rentabilidad y, por tanto un indicador que permite aproximarse al valor de una empresa.

Grinblatt-Titman (2002) plantea que el EBITDA puede utilizarse para analizar la rentabilidad entre compañías e industrias porque elimina los efectos del financiamiento y de las decisiones relacionadas con la contabilidad tales como la depreciación y la amortización de intangibles. Agregan que es necesario tener precaución con la concepción errónea de considerar que EBITDA representa un flujo de caja y por lo tanto una buena métrica para evaluar la rentabilidad.

El EBITDA del Real Zaragoza S.A.D se muestra a continuación la siguiente tabla:

***Tabla 1.- Evolución del EBITDA y del EBIT desde 2009 hasta 2013***

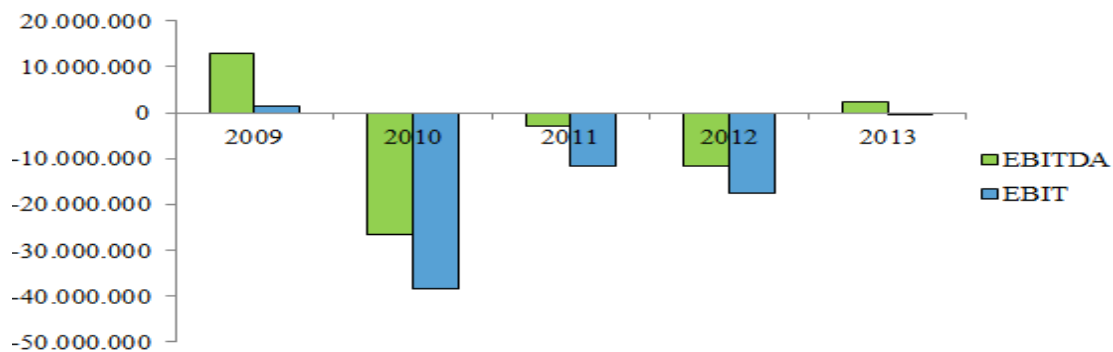
	2009	2010	2011	2012	2013
<b>EBITDA</b>	13.040.385	-26.677.728	-2.780.217	-11.778.605	2.328.971
<b>EBIT</b>	1.450.301	-38.313.879	-11.544.235	-17.402.159	-306.906

***Fuente: Elaboración propia***

En 2009 se observa un EBITDA bastante positivo, debido a la eliminación para el cálculo de este indicador de las provisiones que incurre el club ese año, no obstante en 2010 se genera un EBITDA notoriamente negativos como consecuencia de todos los gastos en los que incurre el club dicho año debidos al retorno del club a Primera

división que mencionábamos con anterioridad. En 2011 el club se recupera por la entrada en concurso de acreedores aunque sigue teniendo un EBITDA negativo que seguirá menguando en 2012. El club proporciona un atisbo de prosperidad en 2013 obteniendo, tras tres años de baja rentabilidad, un EBITDA positivo.

**Gráfico 9.- Evolución del EBITDA y del EBIT desde 2009 a 2013**



*Fuente: Elaboración propia*

## 5 ANÁLISIS DE LA LIQUIDEZ

La evaluación de la liquidez está estrechamente relacionada con el riesgo financiero porque, si una empresa no puede hacer frente a sus obligaciones pendientes a vencimiento su existencia futura está en peligro (Bernstein 1984), por lo que consideramos fundamental realizar un estudio detallado de los ratios de liquidez.

### 5.3 RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO

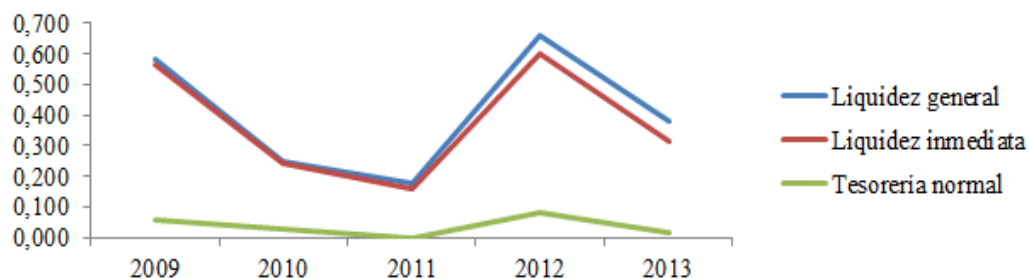
Observamos a continuación, la tabla que nos proporciona los datos sobre los ratios de liquidez general, liquidez inmediata y tesorería del Real Zaragoza S.A.D a lo largo de los cinco años sobre los que se está realizando el estudio.

**Tabla 2.- Evolución de los ratios de liquidez a corto plazo**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Liquidez general=</b> Activo circulante/Pasivo circulante	0,585	0,250	0,176	0,660	0,381
<b>Liquidez inmediata=</b> (Disponible + Realizable)/ Pasivo circulante	0,564	0,240	0,161	0,602	0,316
<b>Tesorería normal=</b> Disponible / Exigible a corto	0,059	0,028	0,000	0,080	0,016

*Fuente: Elaboración propia*

En la figura siguiente podemos observar la evolución seguida comparada de los ratios de liquidez a corto plazo seguida por el club desde 2009 hasta 2013:

**Gráfico 10.- Evolución de los ratios de liquidez general, liquidez inmediata y tesorería***Fuente: Elaboración propia*

- El ratio de liquidez general establece la relación existente en la estructura patrimonial circulante entre las inversiones y la financiación. La evolución en este caso no es constante. Se observa un descenso acentuado del 2009 al 2011 originado por las grandes deudas de esta entidad (llegando a ser esta deuda de más de 100 millones de € en 2011) y la no posibilidad de contrarrestarlas con las inversiones. Se produce evidente repunte en el 2012, con motivo de la quita básica de la mayoría de las deudas por la entrada en concurso de acreedores,

como bien mencionábamos con anterioridad. Pero en 2013 se ve menguada de nuevo.

Tomando de referencia el 2013, el ratio de liquidez general es de 0,38 lo que nos indica que la empresa no es capaz de atender a sus deudas a corto plazo con las inversiones circulantes que posee. Esta situación es similar durante los cinco años.

- El ratio de liquidez inmediata nos proporciona la capacidad de hacer frente a las deudas a corto que posee la empresa con el disponible y el realizable. Dicho ratio a lo largo de los cinco años se encuentra por debajo del ratio de la media de la empresa española (0,87), por lo que obtenemos un resultado muy similar al que comentábamos en el párrafo anterior, además debido al sector en el que se encuentra la empresa es lógico pensar que su financiación deberá ser contrarrestada con el efectivo disponible y el realizable y no con las existencias que son, prácticamente nulas.
- Por último, pese a que el ratio de tesorería no es preciso que llegue a la unidad, se suele hablar de un valor mínimo de 0,10 y la empresa sitúa los cinco años por debajo de este valor

## 5.4 RATIOS DE LIQUIDEZ A LARGO PLAZO

Dentro del estudio de la liquidez a largo plazo encontramos tres ratios fundamentales: solvencia, endeudamiento y cobertura.

### a) Solvencia

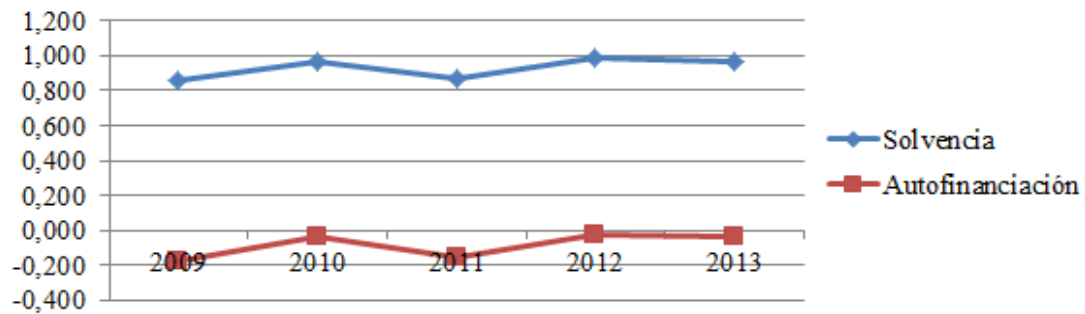
Para Azofra (1995) la estructura de capital se compone básicamente de recursos propios y ajenos y, es evidente que cuanto mayor sea la proporción de recursos ajenos en la estructura de capital de la empresa, tanto mayores serán los gastos fijos y las obligaciones de reembolso y tanto mayor será la posibilidad de insolvencia, por ello analizamos a continuación la solvencia a largo plazo del Real Zaragoza S.A.D.

La siguiente tabla nos muestra la evolución de dicho ratio desde 2009 hasta 2013 y mostramos posteriormente el gráfico donde se ve representada para mayor aclaración



**Tabla 3.- Evolución de los ratios de solvencia y autofinanciación desde 2009 hasta 2013**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Solvencia=</b> Activo total / Pasivo exigible	0,854	0,967	0,868	0,986	0,968
<b>Autofinanciación=</b> Patrimonio neto / Activo total	-0,172	-0,034	-0,152	-0,022	-0,033

*Fuente: Elaboración propia***Gráfico 11.- Evolución de los ratios de solvencia y autofinanciación***Fuente: Elaboración propia*

Los valores del ratio de solvencia deberían ser superiores a 1 porque este ratio nos indica con cuántas unidades monetarias de inversión contamos para responder a una unidad monetaria de financiación ajena.

Como observamos en la tabla y, posteriormente en el gráfico esta empresa no es capaz de atender a sus necesidades de liquidez a largo plazo y nos proporciona una idea de los problemas que tendrá en el futuro.

La autofinanciación, nos permite averiguar que parte del activo esta financiada por recursos propios. Esta empresa tiene este ratio negativo a lo largo de los cinco años materia de estudio, por tanto se asume que no es capaz de hacer frente a sus inversiones con patrimonio propio.

**b) Endeudamiento:**

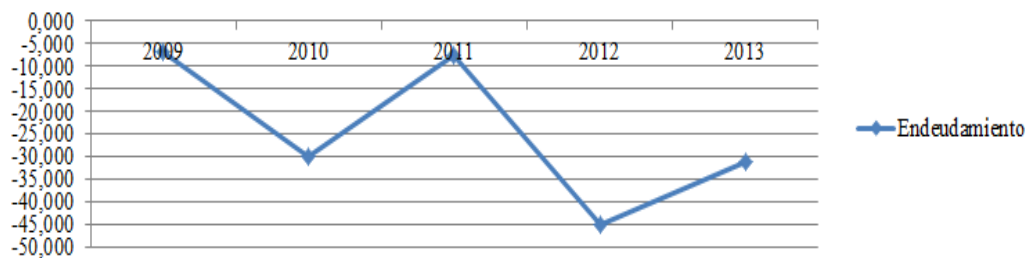
Este ratio financiero mide la relación existente entre el importe de los fondos propios de una empresa con relación a las deudas que mantiene tanto en el largo como en el corto plazo.

*Tabla 4.- Evolución del ratio de endeudamiento*

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Endeudamiento=</b> Pasivo / Capitales propios	-6,831	-30,219	-7,576	-45,188	-31,122

*Fuente: Elaboración propia*

*Gráfico 12.- Evolución del ratio de endeudamiento*



*Fuente: Elaboración propia*

El Real Zaragoza S.A.D no tiene ninguna capacidad de afrontar sus deudas con recursos propios, como podemos ver en el ratio de endeudamiento negativo obtenido durante los cinco años.

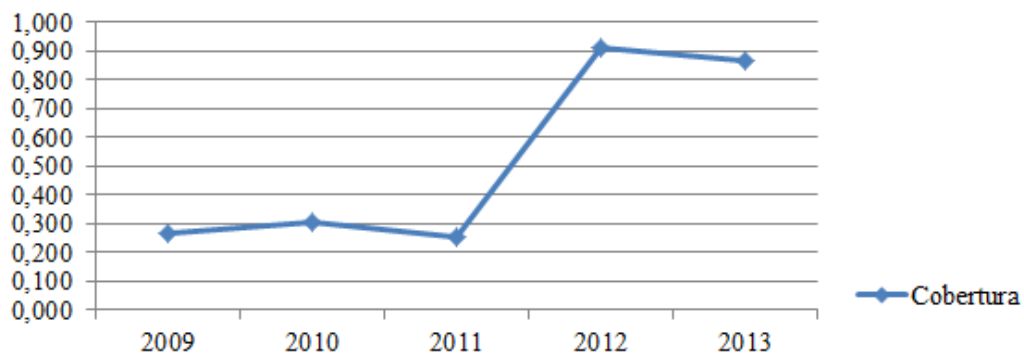
Observamos como el endeudamiento es el mayor problema que tiene el club y que, pese a ligeras recuperaciones que han menguado el ratio de endeudamiento, en los últimos años vuelve a tener un valor negativo desmesurado.

**c) Cobertura:**

Este ratio mide la capacidad que tiene la empresa de soportar sus recursos permanentes con las inversiones a largo plazo.

*Tabla 5.- Evolución del ratio de cobertura*

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Cobertura</b>	0,266	0,304	0,251	0,911	0,867

*Fuente: Elaboración propia**Gráfico 13.- Evolución del ratio de cobertura**Fuente: Elaboración propia*

En el caso del Real Zaragoza observamos como a lo largo de los cinco años su capacidad de financiación mejora aunque en ningún caso logra obtener un ratio de cobertura superior a la unidad y por lo tanto se deduce que los activos corrientes quedan financiados con recursos ajenos.

El salto producido del 2011 al 2012 esta provocado por el aumento de las obligaciones a largo plazo comentadas en el epígrafe anterior.

## 5.5 EQUILIBRIO ENTRE EL FONDO DE MANIOBRA Y LAS NOF

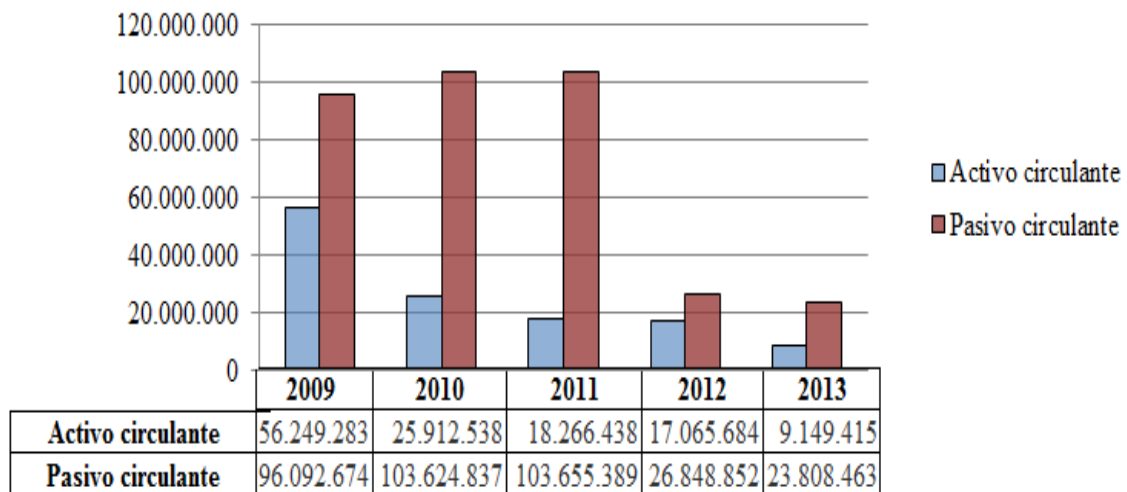
En palabras de Azofra (1995) el equilibrio financiero requiere que que las inversiones a largo plazo sean financiadas con recursos financieros a largo plazo o con capitales permanentes y, que las inversiones a corto plazo estén financiadas con crédito a corto plazo.

El Fondo de maniobra, conocido con este nombre cuando nos estamos ciñiendo al análisis financiero (recibe el nombre de capital circulante cuando lo utilizamos dentro del ámbito patrimonial), lo identificamos como la diferencia entre activo y pasivo circulante. Las NOF son las inversiones netas necesarias en las operaciones corrientes

que realiza la empresa, una vez deducida la financiación espontánea generada por las propias operaciones.

En el gráfico 14 mostramos el activo circulante y el pasivo circulante de la empresa Real Zaragoza S.A.D

**Gráfico 14.- Activo circulante y Pasivo circulante**

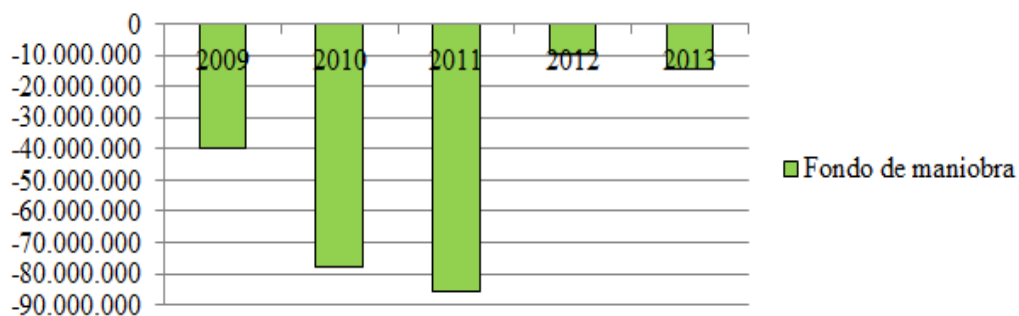


**Fuente: Elaboración propia**

Se puede observar claramente como los pasivos circulantes de esta entidad son notoriamente más elevados que los activos circulantes debido a las grandes deudas que tiene la misma sobre todo los primeros años antes de la quita de los créditos por la intervención estatal.

Se obtiene un fondo de maniobra negativo en los cinco años materia de estudio que vemos representado en el siguiente gráfico:

**Gráfico 15.- Fondo de maniobra**



**Fuente: Elaboración propia**

No existe equilibrio financiero en la parte circulante de la entidad, lo que significa que la empresa se encuentra con grandes problemas.

## 6 ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD Y EL APALANCAMIENTO FINANCIERO

La importancia del análisis de la rentabilidad viene determinada porque, en todo análisis empresarial el centro de la discusión tiende a situarse en la polaridad entre rentabilidad y seguridad o solvencia como variables fundamentales de toda actividad económica (Sánchez Ballesta, 2002).

Así, la base del análisis económico-financiero se encuentra en la cuantificación del binomio rentabilidad-riesgo (Cuervo y Rivero, 1986).

Se muestra a continuación los valores tanto de rentabilidad económica y financiera, como del apalancamiento financiero de Real Zaragoza S.A.D.

### 6.3 RENTABILIDAD ECONÓMICA

La rentabilidad económica “ $r$ ” es la tasa con la que la empresa remunera sus inversiones (González, 2011). Se calcula mediante el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el activo total neto.

La rentabilidad económica del Real Zaragoza a lo largo de los cinco años de estudio se representa en la siguiente tabla:

*Tabla 6.- Evolución de la rentabilidad económica*

RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROI)				
2009	2010	2011	2012	2013
-3,26%	-30,40%	-12,62%	23,13%	-0,99%

*Fuente: Elaboración propia*

Se observa como la rentabilidad económica de Real Zaragoza sufrió un descenso drástico en el periodo 2009-2010 consecuencia, como bien nombrábamos en apartados anteriores, del ascenso del equipo a Primera división lo que aumentó sus gastos y redujo

su beneficio antes de intereses e impuestos. No obstante, a raíz del año 2010 se observa una recuperación, hasta obtener una rentabilidad económica positiva en 2012, fruto de alcanzar la estabilidad a raíz de la quita básica de los créditos ordinarios que el concurso de acreedores supuso para la entidad. En 2013, se observa una rentabilidad negativa aunque se aproxima prácticamente a cero.

Observando las CCAA deducimos que estos resultados son debidos a la obtención de BAIT negativo en la mayoría de los años y un activo total de más de 100 millones.

#### 6.4 RENTABILIDAD FINANCIERA

La rentabilidad financiera “*R*” identifica una magnitud relativa que está en función de la estructura financiera de la empresa; esa dependencia estará reflejada tanto en el beneficio como en las inversiones que consideremos para su cálculo (González, 2011).

Es la relación entre el beneficio financiero *BAT* y las inversiones entre los copropietarios (Neto patrimonial).

Se representa la rentabilidad financiera del Real Zaragoza en la siguiente tabla:

*Tabla 7.- Evolución de la rentabilidad financiera*

RENTABILIDAD FINANCIERA				
2009	2010	2011	2012	2013
19,03%	888,39%	82,98%	0%	29,85%

*Fuente: Elaboración propia*

Como se observa en la tabla anterior, la rentabilidad financiera es positiva en todos los años materia de estudio de lo que se deduce que los fondos propios esta cubierta con los beneficios obtenidos después de impuestos y por tanto que es bastante favorable.

## 6.5 APALANCAMIENTO FINANCIERO

Cuervo (1986) menciona que el efecto apalancamiento consiste en que si a la empresa se le plantean oportunidades de inversión que vayan a proporcionar rentabilidades mayores al coste de utilización de capital ajeno, será beneficioso que la empresa se endeude. Por el contrario, si la rentabilidad obtenida de las inversiones es inferior al coste de la utilización de los recursos ajenos, el endeudamiento solo contribuirá a reducir la rentabilidad de los recursos propios.

En la siguiente tabla mostramos los datos obtenidos del ratio de apalancamiento financiero desde 2009 hasta el 2013 de la empresa Real Zaragoza S.A.D.:

*Tabla 8.- Apalancamiento financiero*

<b>APALANCAMIENTO FINANCIERO= RAIT/RAT</b>				
<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
-268,39	-956,82	-273,66	0	0

*Fuente: Elaboración propia*

Los valores que toma el ratio de apalancamiento financiero en los sucesivos años nos indican que la rentabilidad financiera es mayor que la rentabilidad económica. Nos encontramos con un ratio de apalancamiento notablemente negativo hasta 2011 que significa que la empresa ha realizado inversiones que han resultado poco rentables económicamente. En el 2012, el ratio de apalancamiento se convierte en 0 puesto que la rentabilidad financiera es nula en dicho año debido a la entrada en concurso de acreedores mencionada con anterioridad.

## 7 ANÁLISIS COMPARATIVO CON LAS EMPRESAS DEL SECTOR DEL FÚTBOL

Para Westwick (1987) es importante comparar cada ratio con las mejores y las peores compañías del sector, ya que los ratios por sí solos carecen de significado alguno. Por consiguiente, hemos realizado una selección aleatoria de empresas que están en mejores

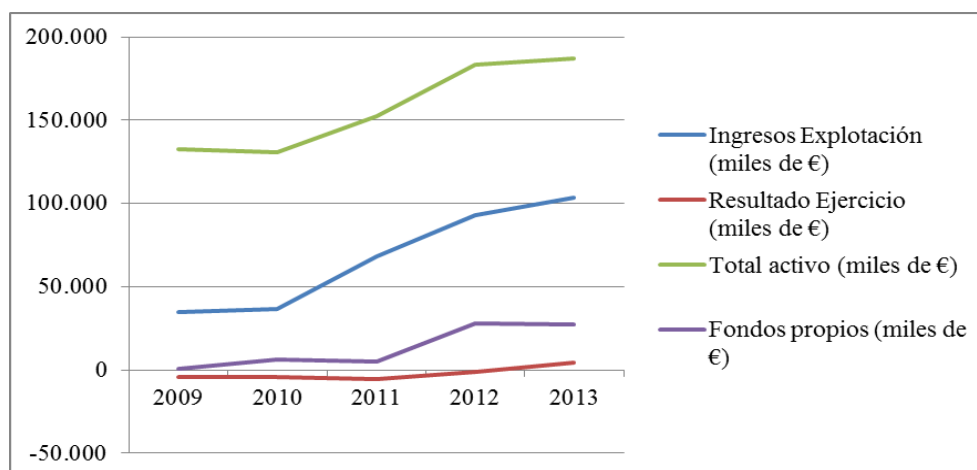
y peores condiciones que la nuestra con el objetivo de crear una empresa ficticia que hemos obtenido como resultado de realizar la media de las empresas seleccionadas.

Para ello hemos utilizado la base de datos SABI que nos ha proporcionado la muestra aleatoria y los datos necesarios para realizar el estudio.

### 7.3 ANÁLISIS COMPARATIVO PATRIMONIAL Y DE CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Sí partimos de la información del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de nuestra empresa ficticia obtenemos los siguientes resultados que mostramos en el gráfico:

*Gráfico 16.- Empresa ficticia creada con los datos de la media del sector*



*Fuente: Elaboración propia*

- ❖ En primer lugar observamos el activo de la media del sector, el cual ha ido creciendo desde 2009, fruto de una recuperación lenta pero palpable tras los años de crisis económica. No ocurría lo mismo con el Real Zaragoza quien, pese a encontrarse en cifras relativamente cercanas a las del sector, no seguía dicha trayectoria creciente, sino que tenía su máximo en 2010 y luego realizaba un ligero descenso.
- ❖ En segundo lugar nos encontramos con los fondos propios, sí recordamos en el apartado del análisis patrimonial del Real Zaragoza, nuestra empresa poseía un patrimonio neto negativo a lo largo de los cinco años; esto no ocurre con la media



del sector, no obstante sí analizamos los clubes por separado sí que observamos grandes diferencias; equipos de primera división como el Real Madrid, que posee un Patrimonio Neto muy positivo o, el Valencia, contrarrestan los patrimonios negativos de la mayoría de los clubes de segunda división e, incluso en alguno de los años de equipos de primera como el FC Barcelona que, por su mala gestión o, sus conflictos fiscales han visto reducido su patrimonio neto en alguno de los años materia de estudio.

- ❖ En tercer lugar analizamos los ingresos de explotación los cuales, siguen una trayectoria creciente parecida a la del activo a lo largo de los cinco años materia de estudio. En nuestra empresa ocurre lo mismo que en el apartado anterior.
- ❖ En último lugar tenemos el resultado del ejercicio el cual se ha mantenido en torno a cero en la media del sector, mientras que en nuestra empresa observábamos numerosos altibajos producidos por los motivos anteriormente contados.

En 2009 la mayoría de los clubes de fútbol de nuestro país obtuvieron un resultado del ejercicio negativo, esto se mantuvo hasta 2010. A partir de 2011 los clubes empiezan a remontar ligeramente y muy poco a poco hasta el 2013, por lo que se puede prever una continua mejora del resultado del ejercicio conforme vayan pasando los años de aquí en adelante.

## 7.4 ANÁLISIS COMPARATIVO DE RATIOS

### *Liquidez*

El ratio de liquidez de la media del sector en el periodo 2009-2013 es:

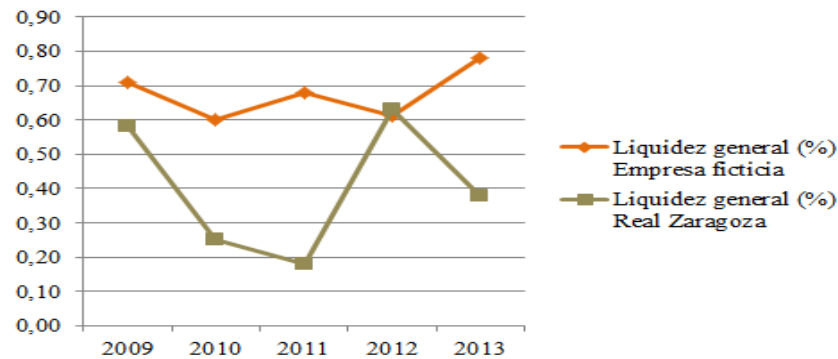
***Tabla 9.- Liquidez análisis comparativo***

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Liquidez general (%) Empresa ficticia</b>	0,71	0,60	0,68	0,61	0,78
<b>Liquidez general (%) Real Zaragoza</b>	0,58	0,25	0,18	0,63	0,38

***Fuente: Elaboración propia***

El siguiente gráfico muestra de manera más clara la evolución de dicho ratio de liquidez durante los cinco años materia de estudio.

**Gráfico 17.- Liquidez análisis comparativo**



**Fuente: Elaboración propia**

Este ratio presenta mejores resultados que el obtenido por nuestra empresa, no obstante en ninguno de los años sobrepasa el valor de la unidad y por lo tanto, no podemos afirmar exista liquidez dentro del sector.

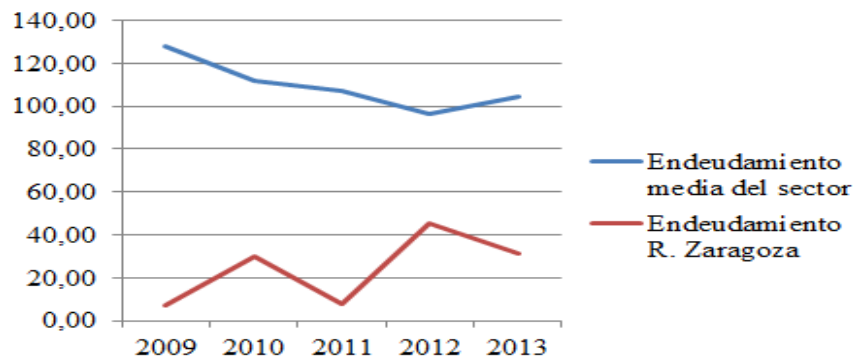
#### *Endeudamiento*

Por otro lado, los datos sobre el ratio de endeudamiento de la media del sector los observamos en la siguiente tabla y los comparamos con los obtenidos por el Real Zaragoza, los cuales hemos puesto en términos absolutos para que resultase más fácil la comparación y se observara mejor.

**Tabla 10.- Endeudamiento empresa ficticia respecto al Real Zaragoza SA**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Endeudamiento medio del sector</b>	128,14	111,90	107,42	96,46	104,49
<b>Endeudamiento R. Zaragoza</b>	6,831	30,219	7,576	45,188	31,122

**Fuente: Elaboración propia**

**Gráfico 18.- Endeudamiento análisis***Fuente: Elaboración propia*

A la hora de hablar del endeudamiento la base de datos SABI nos proporciona los resultados que podemos observar y en los que parece lógico pensar que todas las empresas del sector se ven inmersas en un endeudamiento considerable, incluso, analizándolas por separado, este sector posee un gran número de empresas con problemas de endeudamiento. No obstante la situación de algunos clubes como el Real club de la Coruña poseen endeudamientos de más del 200%, lo que nos deja ver la situación pésima en la que se encuentran algunos clubes de este sector.

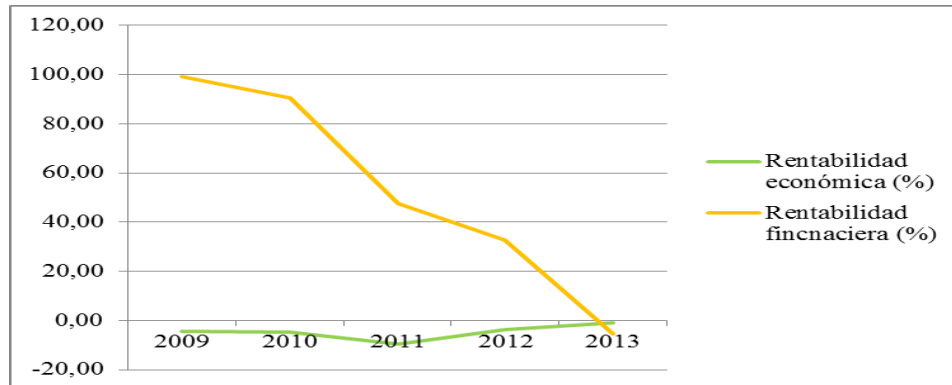
### *Rentabilidad*

Por último, en este análisis comparativo vamos a analizar tanto la rentabilidad económica (ROI) como la rentabilidad financiera (ROE); obtenemos los siguientes resultados:

**Tabla 11.- Rentabilidad análisis comparativo**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Rentabilidad económica (%)</b>	-4,47	-4,83	-9,73	-3,71	-0,96
<b>Rentabilidad financiera (%)</b>	99,32	90,52	47,62	32,54	-5,37

*Fuente: Elaboración propia*

**Gráfico 19.-Rentabilidad análisis comparativo**

*Fuente: Elaboración propia*

- ❖ Rentabilidad económica (ROI): Es sabido que los equipos de fútbol españoles no logran trasladar el éxito deportivo a los beneficios económicos y viceversa. La relación obtenida entre puntos obtenidos en la liga y los beneficios netos no guardan ninguna relación. Así, observamos en el gráfico como a lo largo del periodo 2009-2013 la rentabilidad económica de la media de los clubes de fútbol españoles ha sido prácticamente inexistente pese a que en nuestro análisis hemos introducido los mejores equipos de primera división.
- ❖ Rentabilidad financiera (ROE): Esta rentabilidad es escasa en la mayoría de equipos, no obstante clubes como el Real Madrid poseen unas rentabilidades financieras altísimas en los dos primeros años que hacen que este ratio aumente considerablemente. Podemos concluir que son escasos los equipos que obtienen un resultado positivo en este aspecto, lo que nos indica que en la mayoría de los clubes de fútbol el capital invertido no es satisfecho por los beneficios obtenidos.

Comparando ambos ratios con el obtenido por el Real Zaragoza no observamos grandes diferencias puesto que se sabe que la gestión del fútbol español es manifiestamente mejorable en todos los aspectos.

## 8 APLICACIÓN DEL MODELO DE ALTMAN: Z-SCORE

Ibarra (2006) indica que la metodología de los ratios es una técnica simple, rápida y significativa para generar información primaria de manera sintética para la toma de decisiones. No obstante, existen algunas limitaciones:

- Bukovinsky (1993) habla de *“la falta de una teoría sólida para guiarse”* es decir, la utilización de una gran cantidad de ratios puede dar como resultado la inclusión en el análisis financiero de una colección fortuita de los mismos, elegidos por popularidad o intuición, que midan esencialmente lo mismo, generando multicolinealidad.
- Lev y Sunder (1979) advertían de la sencillez de esta técnica marcada, en mayor medida, por la tradición en vez de por los fundamentos teóricos o resultados que los ratios presentan.
- Brealey y Miers (1999) nos indican que los ratios tradicionales, pese a que ayudan al analista a plantearse la respuesta correcta, rara vez le ayudan a solucionar el problema.

Debido a las limitaciones que presenta el modelo tradicional de ratios nos ha resultado interesante realizar un modelo estadístico como lo es el modelo Z-Score de Altman (1968).

Edward Altman fue el pionero en la investigación sobre análisis financiero con modelos estadísticos multivariantes de ratios en la década de los sesenta. Su principal aportación fue la creación de un modelo de evaluación para medir la solvencia de las empresas a través de un indicador sintético utilizando un ratio conocido como la Z-Score; el objetivo de este modelo es clasificar las empresas en dos grupos: bancarrota y no bancarrota.

La fórmula inicial del modelo era:

$$Z_t = \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \dots + \gamma_k X_K$$

Donde  $\gamma_k$  son los coeficientes de la función y  $X_k$  las variables independientes.

Altman (1968) realizó este modelo para predecir las quiebras de las empresas; analizó la información financiera de algunas corporaciones manufactureras y eligió las cinco razones financieras que mejor indicaban la quiebra corporativa:

- $X_1$  = capital de trabajo / activos totales

- $X_2$  = utilidades retenidas / activos totales
- $X_3$  = utilidades antes de impuestos e intereses / activos totales
- $X_4$  = capital a valor de mercado / pasivos totales
- $X_5$  = ventas / activos totales

A continuación vamos a llevar a cabo el modelo de Altman para nuestra empresa Real Zaragoza S.A.D

El modelo nos ofrece diferentes fórmulas para calcular la Z, nosotros hemos seleccionado la fórmula para empresas no cotizadas:

$$Z = 0,718X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

En la siguiente tabla mostramos los resultados obtenidos de calcular las variables pertinentes:

**Tabla 12.- Modelo de Altman aplicado al Real Zaragoza 2013**

<b>Modelo Altman Z-Score</b>	<b>2013</b>
$X_1 =$	0,0410
$X_2 =$	0,2795
$X_3 =$	-0,0002
$X_4 =$	-0,032
$X_5 =$	0,2789
<b>Z - SCORE=</b>	<b>0,5304</b>

***Fuente: Elaboración propia***

- Valores de Z superiores a 2,9 las posibilidades de quiebra son muy remotas
- Valores de Z que se encuentren conforme nos vamos acercando al valor 1,23 son motivo de vigilancia o alarma. El valor 1,23 establece un suelo.
- Valores de Z inferiores a 1,23 significan que las posibilidades de quiebra son cada vez más altas cuanto inferior sea este ratio.

Como podemos observar este modelo nos muestra la poca solvencia que tiene nuestra empresa. Se deberán tomar medidas enseguida si la empresa no quiere proseguir en una situación de insolvencia financiera que va a derivar en una quiebra absoluta.

Por último, como hemos podido observar, me gustaría mencionar que los nuevos métodos se apoyan en la economía financiera y en la utilización de técnicas estadísticas para el análisis e interpretación de la información que nos proporciona una empresa del ámbito financiero llegando incluso a realizar predicciones acerca de los resultados que obtendrá la empresa en un futuro (Azofra 1987).

## 9 CONCLUSIONES

Tras realizar el análisis económico-financiero de la empresa Real Zaragoza S.A.D podemos concluir que esta entidad es bastante inestable.

Del análisis del entorno podemos concluir, la gran importancia del fútbol en nuestro país, considerado por la mayoría de la población española como parte de nuestra tradición cultural. No obstante, queda lejos de ser una industria bien gestionada.

Respecto a la situación patrimonial, el Real Zaragoza ha mostrado un patrimonio neto negativo, unas deudas elevadas, e inversiones insuficientes.

Los resultados obtenidos desde 2009 hasta 2013 por el Real Zaragoza nos mostraban una trayectoria irregular, fruto de las subidas y bajadas del club de la primera a la segunda división y por la gran cantidad de deudas que llevaron al club en 2011 ha entrar en concurso de acreedores.

La empresa tiene serios problemas tanto de endeudamiento como de solvencia, causa de una gestión nefasta.

En cuanto a la liquidez observábamos mejores resultados, no obstante en ningún caso resultados que nos mostraran tranquilidad.

Por otro lado, la rentabilidad de la empresa, nos mostraba resultados negativos en la mayoría de los años (causa de un patrimonio neto negativo durante los cinco años de estudio), con la excepción del año de la quita de los créditos por parte del Estado en el que había una rentabilidad positiva (2012).

Al realizar el análisis comparativo, nos dimos cuenta que, a excepción de los clubes que se abstuvieron de transformarse en sociedades anónimas deportivas, el resto de clubes del sector del fútbol en España, siguen una trayectoria parecida o aún peor que la seguida por nuestra empresa.

El estudio del modelo de Altman Z-Score, nos mostró la poca solvencia de nuestra empresa, y nos predijo que la sociedad estaba siendo conducida a la quiebra.

Como conclusión final, podemos afirmar que, este sector se mantiene por la fuerza social y cultural que tiene en España, no por la buena gestión de sus empresas.



## 10 BIBLIOGRAFÍA

ALTMAN, E.I. (1968): Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankrupt, *The journal of Finance*, septiembre; pp. 589-609.

ANDULI (2006): Revista andaluza de Ciencias Sociales.

AZOFRA, V. (1987): “La estructura de capital de la empresa: factores explicativos”. *Servicio de publicaciones de la Universidad de Valladolid*, Valladolid.

AZOFRA, V. (1995): “Sobre el análisis financiero y su nueva orientación”. *Anuales de Estudios Económicos y Empresariales*, Vol. 10: pp. 9-27.

BARAJAS, A (2004): “Modelo de valoración de clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio”. *Tesis doctoral*, Pamplona.

BARAJAS, A (2005): “Visión estratégica del negocio del futbol”. *Comunicación presentada al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte*, Barcelona.

BEAVER, W. (1966): Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: Selected studies, *Supplement to Journal of Accounting Research*, pp. 71-111.

BERNSTEIN, L.A. (1984): *Análisis de estados financieros*. Deusto. Bilbao.

BREALEY, R. and MYERS, B. (1999): *Principles of corporate finance*. USA, Edit. McGraw-Hill.

BUKOVINSKY, D. (1993): Cash flow and cash position measures in the prediction of business failure: an empirical study, Tesis de la Universidad de Kentucky; pp. 205.

CENTRO DE INVESTIGACIONES SOCIOLÓGICAS (2007): [En línea] <http://www.cis.es/cis/opencms/ES/index.html>

CENTRO S. DEPORTIVO: [En línea] <http://www.csd.gob.es/csd/asociaciones/6SAD>

CHAPMAN, A. (2004): “Análisis DOFA y análisis PEST”. [En línea]: [http://clasev.net/v2/pluginfile.php/27785/mod\\_resource/content/2/AnalisisFODAyPEST.pdf](http://clasev.net/v2/pluginfile.php/27785/mod_resource/content/2/AnalisisFODAyPEST.pdf)

COHEN, E. (1994): *Analyse financière* Ed. Económica, París, 3ª Edición

CUERVO, A. y RIVERO, P. (1986): “El análisis económico financiero de la empresa”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 49, pp. 15-33.

DELOITTE&TOUCHE (1999-2002): Informes anuales de auditoría sobre las Finanzas en la Primera División en España.

FERNANDEZ, A.I. (1986): “El diagnóstico financiero de la empresa. Nuevas tendencias en el análisis” *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol XVI, nº 49, pp. 113-132.

FOSTER, G. (1986): “Financial statement analysis” *Prentice Hall*, Englewood cliffs, New Jersey.

GARCIA-AYUSO, M y JIMENEZ, M. (1996): “Una reflexión crítica sobre el concepto y ámbito del análisis financiero y los objetivos de la investigación en materia de análisis de la información financiera”, *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. XXV, nº 87, pp. 403-427.

GONZÁLEZ, J. (2011): *Análisis de la Empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. Editorial PYRAMIDE, S.A, Madrid.

GRINBLATT-TITMAN (2002): “Financial Markets and Corporate Strategy”, segunda edición, Mc Graw-Hill.

HORRIGAN, J. (1966): The determination of long-term credit standing with financial ratios, *Empirical Research in Accounting, Selected Studies, Supplement of Journal of Accounting Literature Research*, pp. 44-62.

IBARRA, A. (2006): “Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones o ratios”. *Pensamiento y gestión*, Vol. I, Nº 21: pp. 234-271.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2003): [En línea] <http://www.ine.es/>

LEV, B. (1978): *Análisis de estados financieros: un nuevo enfoque*. Ediciones ESIC, Madrid.

LEV, B. and SUNDER, S. (1979): Methodological issues in the use of financial ratios, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 187-210.

LFP (2005): Memoria Liga Fútbol Profesional, 2005. [En línea] <http://www.laliga.es>

LNFP (2000): Memoria de la liga Nacional de Fútbol Profesional

LIZARRAGA DALLO, F (1996): Modelos multivariante de previsión del fracaso empresarial: una aplicación a la realidad de la información contable española; tesis doctoral, Universidad Pública de Navarra, pp 432.

MAROTO ACIN, J.A. (1989): “Evolución reciente de la rentabilidad y de sus factores explicativos (1982-1987)”. *Papeles de Economía Española*, nº 39, pp. 376-396.

NOLL, R.G. (2002): “The Economics of Promotion Relegation in Sports Leagues: The cases of English football”. *Journal of Sport Economics*, 3(2), Mayo, pp. 169-203.

ONTIVEROS, D (2013): “La comunicación de las marcas, Branding”. DIRCOM

REAL ZARAGOZA: [en línea] <http://www.realzaragoza.com/>

ROTTENBERG, S. (1956): “The baseball player’s labour Market”. *Journal of Political Economy*, nº 64, pp. 242-258.

SANCHEZ, A.( ): “La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española”. *Revista española de financiación y contabilidad*. Vol. XXIC, nº 79, pp.159-179.

SANCHEZ BALLESTA (2002):” Gestión” *Revista de Economía*, nº 21, Marzo

SANTOS, M. (2001): “El análisis DAFO: como valorar las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de la empresa”. *Revista emprendedores*, nº43, pp: 82-87.

SZYMANSKI, S. (2001): “Income Inequality, Competitive Balance and the Attractiveness of Team Sports”. *The Economy Journal*, nº 111, Febrero, pp.69-84.

WESTWICK, C.A. (1987): *Manual para la aplicación de los ratios de gestión*. España, Edit Deusto.

## 11 ANEXOS

### ANEXO 1. BALANCE

	2013	2012	2011	2010	2009
Inmovilizado	109.888.651	110.383.889	114.054.035	111.619.185	54.316.544
Inmovilizado inmaterial	50.756.674	49.842.762	57.966.171	65.957.477	22.479.000
Inmovilizado material	13.982.254	14.126.873	14.315.080	14.100.221	13.973.710
Otros activos fijos	45.149.723	46.414.254	41.772.784	31.561.487	17.863.834
Activo circulante	9.149.415	17.065.684	18.266.438	25.912.538	56.249.283
Existencias	122.435	50.516	80.739	176.401	258.991
Deudores	7.222.020	13.375.752	16.498.398	19.693.373	46.151.754
Otros activos líquidos	1.804.960	3.639.416	1.687.301	6.042.763	9.838.538
Tesorería	379.929	2.073.138	49.741	2.856.141	5.648.300
<b>Total activo</b>	<b>119.038.066</b>	<b>127.449.573</b>	<b>132.320.473</b>	<b>137.531.723</b>	<b>110.565.827</b>
Fondos propios	-3.947.579	-2.861.602	-20.120.857	-4.706.928	-18.963.183
Capital suscrito	2.000.659	2.000.659	2.000.659	2.000.659	2.000.428
Otros fondos propios	-5.948.238	-4.862.261	-22.121.516	-6.707.587	-20.963.611
Pasivo fijo	99.177.182	103.462.323	48.785.941	38.613.815	33.436.336
Acreedores a L. P.	83.439.183	88.724.324	48.785.941	18.274.235	24.070.808
Otros pasivos fijos	15.737.999	14.737.999	0	20.339.580	9.365.528
Provisiones	n.d.	n.d.	n.d.	20.339.580	9.365.528
Pasivo líquido	23.808.463	26.848.852	103.655.389	103.624.837	96.092.674
Deudas financieras	3.134.689	7.256.924	6.276.463	6.423.216	17.458.283
Acreedores comerciales	2.458.562	535.421	7.986.749	27.821.347	15.004.052
Otros pasivos líquidos	18.215.212	19.056.507	89.392.177	69.380.273	63.630.340
<b>Total pasivo y capital propio</b>	<b>119.038.066</b>	<b>127.449.573</b>	<b>132.320.473</b>	<b>137.531.723</b>	<b>110.565.827</b>

**ANEXO 2. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**

	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Ingresos de explotación	33.890.720	27.572.039	34.984.553	34.560.330	20.428.273
Importe neto Cifra de Ventas	33.200.668	26.743.619	33.957.720	33.677.789	19.026.440
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	-306.906	-	-	-	1.450.301
		17.402.159	11.544.235	38.313.879	
Ingresos financieros	10.420	49.144.168	181.896	385.941	275.670
Gastos financieros	881.874	2.264.281	5.333.797	3.888.173	5.335.418
Resultado financiero	-871.454	46.879.887	-5.151.901	-3.502.231	-5.059.748
Result. ordinarios antes Impuestos	-1.178.360	29.477.728	-	-	-3.609.447
			16.696.136	41.816.110	
Impuestos sobre sociedades	-256.686	8.843.318	-5.008.841	-	-1.082.834
				13.599.653	
Resultado Actividades Ordinarias	-921.674	20.634.410	-	-	-2.526.613
			11.687.295	28.216.457	
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	n.d.	n.d.	-3.516.068	n.d.
Resultado del Ejercicio	-921.674	20.634.410	11.687.295	31.732.525	-2.526.613